

证券研究报告 / 宏观数据

资金利率能否进一步下行？

---12月流动性观察及1月展望

报告摘要：

1月银行间流动性展望：1月份银行间流动性缺口较大，约为2.4万亿。其中，1月预计新增财政存款5000亿元、M0及库存现金增加6000亿元、货币政策工具到期11005亿元、银行缴准增加2100亿元，均构成流动性缺口。同去年相比，今年春节时点后移导致银行取现压力缓和，以及债券供给压力明显回落，流动性压力有所缓解。从时点上看，由于缴税时点推迟至20日，中上旬银行间流动性压力不大。

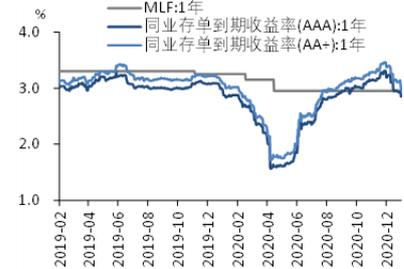
我们认为今年1月份央行降准的必要性不强。一是，1月通常是流动性缺口明显走阔的月份，今年由于春节时点后移导致银行取现压力缓和，以及债券供给压力明显回落，流动性压力有所缓解，整体缺口与历史相比并不算大。二是当前货币政策整体基调是不急转弯，保持宏观杠杆率的基本稳定。即货币政策是循序渐进式的退出，当前时点选择全面降准信号意义太强，不利于预期管理；三是，1月份降准并非惯例，仅仅是2019、2020年均出现1月份降准的情况。回归2018年去杠杆年份，当时春节时间与今年相近，央行也并未选择在1月份降准。四是，考虑到四季度超储率进一步回升，当前资金利率也已经调整至政策中枢附近，整体资金面相对宽松，央行可以通过投放MLF、普惠降准等措施填补多数流动性缺口。

货币市场：12月央行净投放3700亿元(不含国库定存)。其中，逆回购净投放200亿元；MLF净投放3500亿元。12月受央行逆回购持续呵护影响，跨年资金面相对平稳，DR007较上月末上行15BP至2.46%。同业存单收益率维持11月末以来的下行趋势，最后一周SHIBOR利率基本走平。3个月SHIBOR、AAA同业存单到期收益率较上月末分别下行36.70BP、70.98BP至2.76%、2.35%。考虑到存单利率已经回落至MLF下方，且一月份流动性缺口相对较大，若SHIBOR利率持续走平，意味着未来存单利率下行空间也相对有限。

债券市场：12月，资金面宽松是推动国债利率下行的主要原因，尤其是短端利率回落幅度较大，这也加深了收益率曲线的陡峭化程度。一是，自11月末开始，结构性存款压降进入尾声，央行大额投放MLF并频繁进行逆回购操作，带动存单利率逐步回落，进一步传导至短端国债市场。二是，中央经济工作会议明确政策不急转弯的态度，降低市场对于明年一季度货币政策收紧的担忧，长端国债也逐步下移。三是，进入12月下旬，商品价格的涨幅也逐步放缓，海外疫情带来的补库暂歇以及冬季行情到来带动需求高位趋缓，同时国内铁矿石进口增加、煤炭库存不足被证伪等供给驱动逻辑也走弱，整体上也推动了国债利率的下行。12月末，同业存单利率已经回落至MLF利率之下，考虑到1月份整体流动性缺口较大，且MLF到期量要高于往年，未来资金利率进一步下行空间有限，资金面宽松带动债市走强的持续性有待观察。

风险提示：海外疫情持续反复，宏观政策超预期。

相关数据



相关报告

- 《产需两端更趋平衡，部分行业已开启补库》 --20210102
- 《黄金价格影响因素分析》 --20210231
- 《美国债务与财政循环》 --20210230
- 《资金面宽松继续带动国债利率下行》 --20210227
- 《商品涨价会否冲击出口？》 --20210227

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1.	1 月银行间流动性展望	4
1.1.	财政存款：预计增加 5000 亿元	4
1.2.	M0、库存现金：预计增加 6000 亿元	5
1.3.	货币政策工具：到期 11005 亿元	5
1.4.	银行缴准：增加 2100 亿元	5
1.5.	外汇占款：小幅波动	5
2.	货币市场：跨年资金面平稳，中长端利率持续回落	7
2.1.	公开市场操作：央行密集展开逆回购操作，维护跨年资金面平稳	7
2.2.	资金利率：短端利率先降后升，中长端利率保持回落	8
3.	实体流动性：票据利率下行，信用利差走窄	9
3.1.	票据&理财：票据转贴现利率下行、中长期理财收益率上行	9
3.2.	信用利差：中票利率持续下行，信用利差收窄	9
4.	债市流动性：资金面宽松带动国债利率持续下行	10
4.1.	一级市场：利率债发行规模回落，同业存单融资需求增加	10
4.2.	二级市场：利率债、存单成交升温，各期限国债收益大幅下行	11
5.	股市流动性：资金供给边际趋缓，资金需求温和回升	12
5.1.	资金供给：资金整体流入规模较大，但边际有所放缓	12
5.2.	资金需求：股市募资、解禁规模小幅上升，净减持规模小幅回落	13
6.	海外：美元指数低位徘徊，美债利率上行	14
6.1.	汇率：美元指数低位徘徊，人民币持续升值步伐放缓	15
6.2.	债市：美债利率上行，日德国债利率基本走平	16

图表目录

图 1:	财政存款季节性走势	5
图 2:	2017 年以来政府债券发行情况	5
图 3:	M0 及库存现金环比变动值	6
图 4:	公开市场操作到期情况	6
图 5:	2015 年以来新增人民币存款缴准基数	6
图 6:	2018 年以来外汇占款与跨境资本流动情况	6
图 7:	2020 年公开市场操作与到期情况	8
图 8:	同业存单利率持续回落至 MLF 利率水平	8
图 9:	12 月隔夜利率分化加剧，GC001 大幅上行	8
图 10:	DR007 先降后升，围绕逆回购利率波动	8
图 11:	12 月最后一周 3M SHIBOR 利率走平	9
图 12:	12 月各期限同业存单利率回落明显	9

图 13: 票据转贴现利率保持在存单利率下方	9
图 14: 中长期理财收益率上行	9
图 15: 12 月中票利率同步下行	10
图 16: 12 月中票信用利差走窄	10
图 17: 12 月利率债发行规模持续回落	10
图 18: 12 月利率债净融资规模小幅回升	10
图 19: 12 月同业存单发行规模回升	11
图 20: 12 月中长期同业存单发行利率降幅显著	11
图 21: 利率债成交量环比上升	11
图 22: 同业存单成交量环比升温	11
图 23: 各期国债利率同步回落	12
图 24: 国债收益率曲线趋陡	12
图 25: 12 月融资买入额小幅下降	13
图 26: 12 月杠杆资金持续流入	13
图 27: 12 月北向资金流入规模较高	13
图 28: 12 月机构资金流入规模小幅回落	13
图 29: 12 月股票市场募资规模小幅上升	14
图 30: 12 月限售股解禁规模小幅上升	14
图 31: 12 月重要股东净减持规模小幅下降	14
图 32: 人民币汇率走平	15
图 33: 美元指数低位徘徊	15
图 34: 12 月美债收益率曲线小幅抬升	16
图 35: 12 月中美利差高位走窄	16
图 36: 10 年期德国国债利率基本走平	16
图 37: 10 年期日本国债利率基本走平	16
表 1: 12 月国内政策新闻回顾	7
表 2: 12 月海外政策新闻回顾	14

1. 1月银行间流动性展望

从财政存款、货币政策工具到期、外汇占款、M0 和库存现金、银行缴准五个方面来看，1月预计新增财政存款 5000 亿元、M0 及库存现金增加 6000 亿元、货币政策工具到期 11005 亿元、银行缴准增加 2100 亿元、外汇占款小幅波动，银行间流动性缺口较大，约为 2.4 万亿。同去年相比，今年春节时点后移导致银行取现压力缓和，以及债券供给压力明显回落，流动性压力有所缓解。从时点上看，由于缴税时点推迟至 20 日，中上旬银行间流动性压力不大。

我们认为今年 1 月份央行降准的必要性不强。一是，1 月通常是流动性缺口明显走阔的月份，今年由于春节时点后移导致银行取现压力缓和，以及债券供给压力明显回落，流动性压力有所缓解，整体缺口与历史相比并不算大。二是当前货币政策整体基调是不急转弯，保持宏观杠杆率的基本稳定。即货币政策是循序渐进式的退出，当前时点选择全面降准信号意义太强，不利于预期管理；三是，1 月份降准并非惯例，仅仅是 2019、2020 年均出现 1 月份降准的情况。回归 2018 年去杠杆年份，当时春节时间与今年相近，央行也并未选择在 1 月份降准。四是，考虑到四季度超储率进一步回升，当前资金利率也已经调整至政策中枢附近，整体资金面相对宽松，央行可以通过投放 MLF、普惠降准等措施填补多数流动性缺口。

1.1. 财政存款：预计增加 5000 亿元

财政存款的变动主要由财政收支（公共财政收支以及政府性基金收支）、政府债券发行偿还影响。1 月份受个人企业所得税季度申报影响，通常为缴税大月，财政存款为年内高点。过去 5 年新增财政存款均值为 5700 亿元。一方面，今年财政收支要高于去年同期规模；另一方面，受新增专项债暂未提前下达影响，今年 1 月份政府债券净融资规模明显回落。整体来看，预计今年 1 月财政存款为 5000 亿元左右，向市场回笼流动性。

从财政收支来看，考虑 2020 年财政收入，但支出节奏明显后移，尚未达到预算目标，预计仍有部分结余资金留至今年。因此预计 1 月份财政支出强度要高于往年水平，但考虑到当年经济已经处在较高景气区间，无论土地收入还是税收收入均表现积极，预计今年财政收支要高于去年同期水平。

从政府债券来看，1 月份国债和地方债净融资量较低，远低于去年同期 6678 亿元净融资水平，对流动性影响较小。首先从国债发行特点来看，一季度国债发行量为全年最低水平，2017-2020 年间，1 月份仅占全年发行计划的 4%。考虑到今年赤字率的回归以及特别国债的退出，今年国债发行整体规模将明显回落。若假设今年赤字率调降至 3%，则预计全年国债净融资为 2 万亿左右，对应总发行额为 5.6 亿元，那么根据往年的发行节奏来计算，1 月份国债发行规模约为 2100 亿元。但考虑到 1 月份国债到期量较大，为 6419 亿元，考虑续发的影响，预计 1 月发行规模将适当扩大，但当月净融资额预计为负的概率较大。其次，从地方债发行情况来看，目前暂无新增专项债提前下达额度的相关消息，预计主要发行为偿还存量政府债券的再融资债券，1 月份地方债到期 30 亿元，第一周计划发行再融资债券 225 亿元。预计 1 月份地方债实现小额净融资。

1.2. M0、库存现金：预计增加 6000 亿元

一般来说，每年的 1-2 月份受春节取现效应影响，M0 和库存现金往往大幅增加，即资金从银行体系中大量流出，具体规模大小取决于春节时点以及居民线下活跃度。今年大年初一为 2 月 12 日，一定程度上减缓了 1 月份的取现压力，我们根据春节时点较为接近的 2013 年（2 月 10 日）、2016（2 月 8 日）、2018 年（2 月 16 日）的平均情况作为参考依据，对应 1 月均值为 7400 亿元。同时考虑到疫情因素导致居民走亲访友等线下活跃度仍弱于往年，我们初步预计今年 1 月份 M0 和库存现金增加 6000 亿元左右。

1.3. 货币政策工具：到期 11005 亿元

从货币政策工具到期情况来看，1 月公开市场操作到期 11005 亿元。1 月 1 日-7 日共有 5600 亿元逆回购到期，1 月 15 日及 1 月 23 日分别有 3000 亿元 MLF 以及 2405 亿元 TMLF 到期。

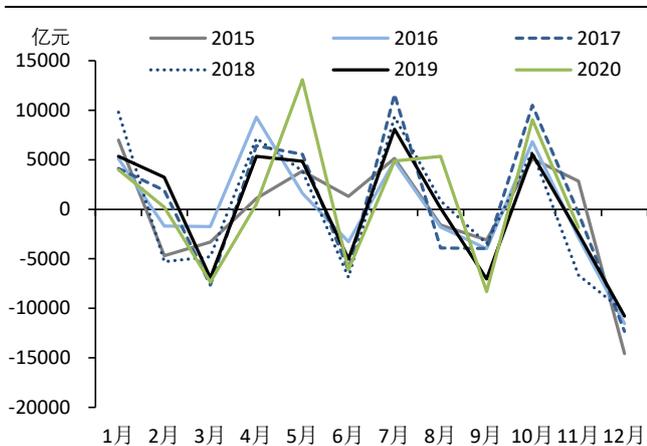
1.4. 银行缴准：增加 2100 亿元

1 月份为银行传统的信贷投放大月，也对应着银行缴准的主要月份。从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，过去 5 年间，1 月份新增银行存款平均为 24000 亿元，2020 年同期为 23100 亿元。从稳定宏观杠杆率的角度来看，明年全年信贷投放规模回落幅度可控，我们假设今年 1 月存款规模与 2020 年同期一致，即用于缴准的新增存款规模为 23000 亿元。若按照 9.4% 的存款准备金率来估算，预计 1 月缴准规模为 2100 亿元左右，相当于向市场回笼流动性。

1.5. 外汇占款：小幅波动

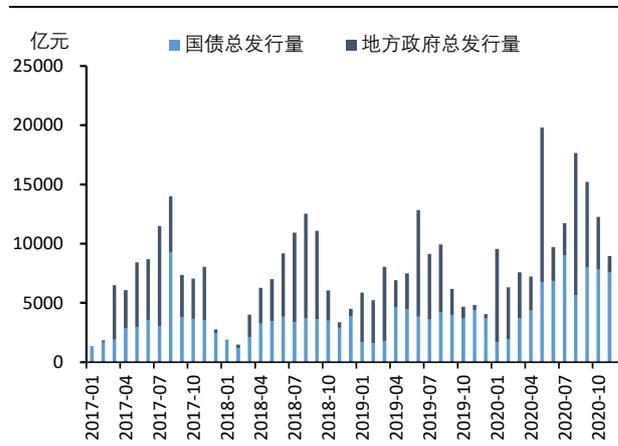
今年 6 月以来，我国外汇占款保持小幅流出状态，每月流出规模在 100 亿元以内。今年 11 月份，外汇占款自年初之后首次转正，为 59 亿元。从跨境资本流动情况来看，银行结售汇以及境内银行代客涉外收付款差额小额净流入。目前来看外汇市场总体运行平稳，预计 1 月外汇占款保持小幅波动，对流动性影响不大。

图 1：财政存款季节性走势



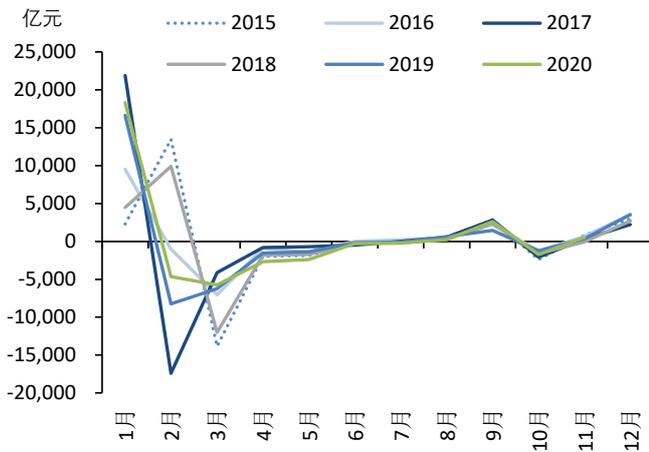
数据来源：东北证券，Wind

图 2：2017 年以来政府债券发行情况



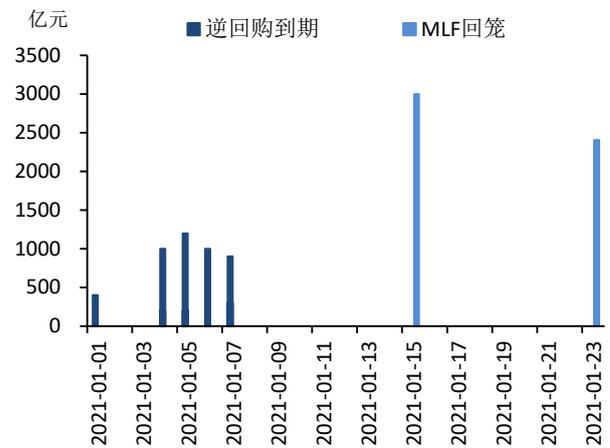
数据来源：东北证券，Wind

图 3: M0 及库存现金环比变动值



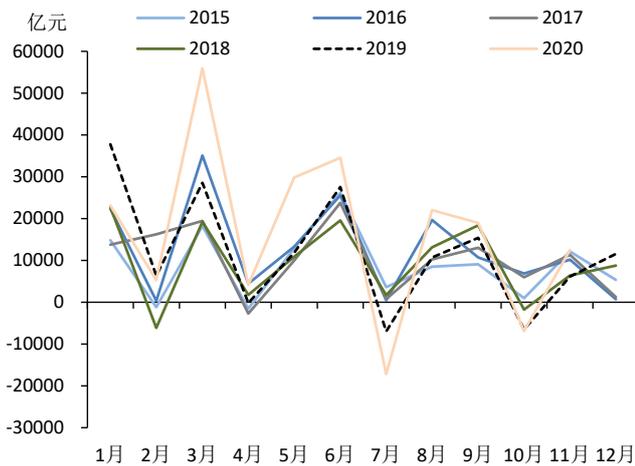
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 公开市场操作到期情况



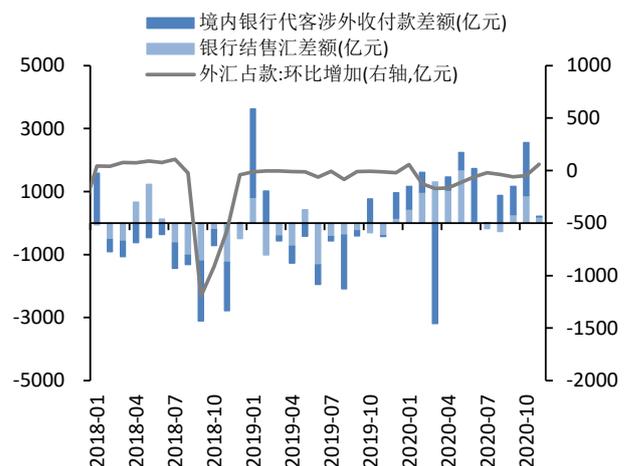
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 2018 年以来外汇占款与跨境资本流动情况



数据来源: 东北证券, Wind

2. 货币市场：跨年资金面平稳，中长端利率持续回落

表 1：12 月国内政策新闻回顾

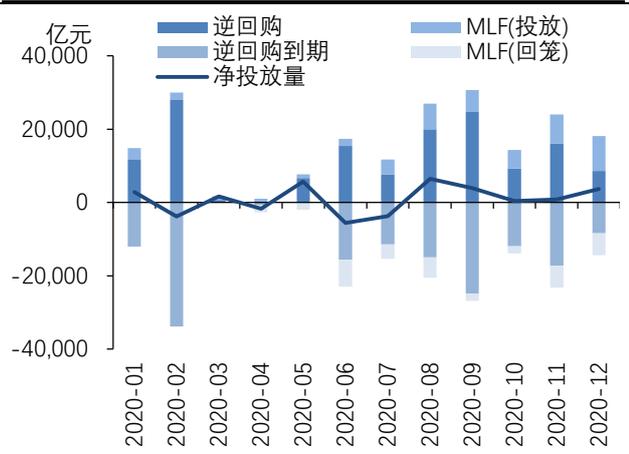
时间	内容
12月2日	中国人民银行行长易纲发表文章《建设现代中央银行制度》指出，货币政策以币值稳定为首要目标，更加重视充分就业。中央银行要实现币值稳定目标，前提是中央银行能够保持资产负债表的可持续，为此 必须实行独立的中央银行财务预算管理制度，防止财政赤字货币化，在财政和中央银行两个“钱袋子”之间建起“防火墙”，同时要防止中央银行资产负债表承担企业信用风险，最终影响人民币信用。
12月2日	中国人民银行党委书记郭树清发表文章《完善现代金融监管体系》指出，通货膨胀即使能够创造短期繁荣，最终不得不付出巨大经济和社会代价， 要管好货币总闸门。坚决抑制房地产泡沫，房地产与金融业深度关联，是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。
12月11日	中国人民银行副行长刘国强发表文章《创新直达实体经济的货币政策工具》指出， 创新直达实体经济的货币政策工具 ，不仅是应对新冠肺炎疫情冲击时期纾困中小微企业的有力手段，更是贯彻落实十九届五中全会精神、在“十四五”时期 强化金融支持实体经济体制机制建设的重要举措。
12月18日	中央经济工作会议指出 明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度， 政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和 社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
12月21日	国常会召开， 决定延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。
12月23日	银保监会： 要保持宏观杠杆率基本稳定，前瞻应对不良资产反弹，精准防控重点领域金融风险，坚决打击各种逃废债行为； 严格规范金融机构股东股权管理，加快推动理财、信托转型发展，完善债券市场法制，规范发展第三支柱养老保险；强化反垄断和防止资本无序扩张， 坚持金融创新必须在审慎监管的前提下进行，对各类金融活动和行为依法实施全面监管。
12月23日	财政部部长刘昆： 进一步健全政府债务管理制度，合理确定政府债务规模，健全地方政府偿债能力评估机制；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务，开发性、政策性金融机构等必须审慎合规经营，严禁向地方政府违规提供融资或配合地方政府变相举债； 优化国债和地方政府债券品种结构和期限结构。
12月29日	央行2020年第四季度例会指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性， 把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度。 综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和 社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用； 继续释放改革促进降低贷款利率的潜力， 巩固贷款实际利率水平下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。

数据来源：东北证券，公开资料整理

2.1. 公开市场操作：央行密集展开逆回购操作，维护跨年资金面平稳

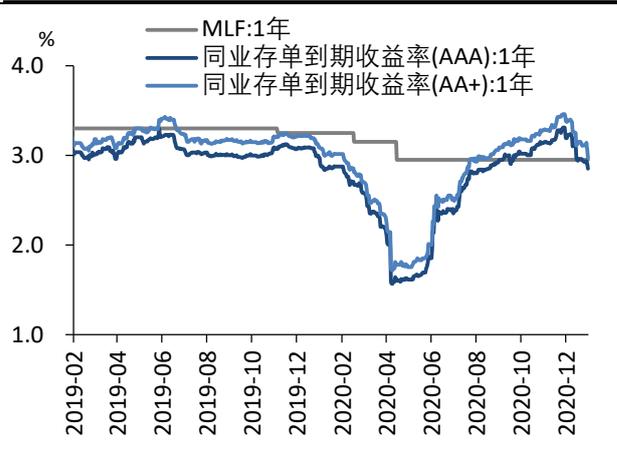
上月(12月1日-12月31日)，央行共投放资金18100亿元，到期14400亿元，净投放3700亿元(不含国库定存)。其中，逆回购净投放200亿元；MLF净投放3500亿元。价格方面，12月MLF保持不变，延续4月以来的利率水平。12月央行为维护跨年资金面平稳，频繁进行逆回购操作，银行间资金面相对宽松，同业存单收益率维持11月末以来的下行趋势，1年期AAA存单利率已回落至MLF利率下方。

图 7: 2020 年公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 同业存单利率持续回落至 MLF 利率水平



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：短端利率先降后升，中长端利率保持回落

12 月受央行逆回购持续呵护影响，跨年资金面相对平稳。但最后一周交易所回购利率出现明显回升。截至 12 月 31 日，DR001 当月上行 2.65BP 至 1.1003%。GC001 当月上行 198.20BP 至 4.2640%。12 月最后一周 DR001 较前一周上行 33.94BP，GC001 较前一周上行 109.90BP。银行间流动性分层情况有所缓解，截至 12 月 31 日，R007 较上月末上行 11.82BP 至 2.5943%，DR007 较上月末上行 15.16BP 至 2.4565%，二者差值有所收敛。

12 月中长端利率中枢下移，最后一周 SHIBOR 利率基本走平，存单利率持续走低。考虑到存单利率已经回落至 MLF 下方，且一月份流动性缺口相对较大，若 SHIBOR 利率持续走平，意味着未来存单利率下行空间也相对有限。截至 12 月 31 日，SHIBOR1 个月及 3 个月利率较上月末分别下行 4.10BP、36.70BP 至 2.7020%、2.7560%，最后一周利率基本走平，暂未有继续回落态势。12 月中长端同业存单利率同步回落，截至 12 月 31 日，1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率分别为 1.9498%、2.3500%、2.6651%，较上月末分别下行 25.15BP、70.98BP、46.60BP。12 月最后一周，三者分别回落 55.91BP、25.04BP、11.38BP。

图 9: 12 月隔夜利率分化加剧，GC001 大幅上行

图 10: DR007 先降后升，围绕逆回购利率波动

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_465

